

2010 商品牛市征程的新起点

2010-01-04 发表于《期货日报》

2009 年已经过去,大宗商品市场在这一年演绎了一曲跌宕起伏的“交响乐”,国内期货市场大致走出了“寻底—复苏—调整—回归”的行情,其围绕着“大宗商品价格探底回升—经济复苏刺激商品需求增加—通货膨胀预期引发对大宗商品价格重新判断—调整促使大宗商品价格回归基本面”的路径发展。

在过去的一年,影响大宗商品价格的核心因素有两个:流动性充裕和经济复苏预期。新的一年已经来临,大宗商品价格如何运行成为了市场关注的重点和焦点。

从整个宏观层面看,2010 年是大宗商品价格重新踏上牛市征程的新起点,因为今年流动性依旧充裕和经济复苏趋势向好这两个关键因素依然存在。

流动性不会大幅萎缩

市场对 2009 年商品和资产价格上涨达成的一个基本共识是流动性充裕。在讨论 2010 年商品走势时,市场非常关注流动性是否萎缩或各国货币政策“退出”的问题,一个基本观点是 2010 年下半年就会出现“退出”高潮,资产和大宗商品价格将面临较大调整。但笔者认为,在关注流动性问题时,有两个基本点必须要弄清楚:一是流动性投向;二是流动性对资产和大宗商品价格的影响力。

“退出”还不到时候

中国与美国和欧盟不一样,资金主要投向实体经济,而美国和欧盟主要是向金融体系注入流动性。虽然美国有 7000 亿美元的经济刺激计划,但相对于美国 15 万亿美元左右的 GDP 而言,只是一个很小的数字。从资金的注入渠道看,“退出”有两种情况:一是注入金融体系资金的退出,二是注入实体经济资金的退出。注入金融体系的资金短期不会退出。从美、欧的情况看,资金注入是在去杠杆化导致流动性枯竭情况下的流动性恢复,在杠杆率未恢复到合理程度时,流动性大规模退出将对金融体系形成新的冲击。目前只能说是金融系统在触底后的企稳阶段,要发挥金融对经济的促进作用为时尚早。最近,美国连续有银行倒闭,加之迪拜债务危机更加说明现在还远未到金融安全的时候。

注入实体经济的钱更不会退出。以中国为例,4 万亿元人民币投资的主要方向是“铁、公、基”等基础设施,这些投资都有一个建设周期,短则 3 年,长则 5 年,现在退出意味着过去一年投进去的钱不仅没有产生效果,而且可能会造成新的银行坏账。也就是说,从建设周期角度看,中国今后两年的贷款规模还会保持在一个高位,不会出现大幅度减少。2009 年中国信贷规模估计在 95000 亿元左右,2010 年可能会在 75000 亿—80000 亿元。

对商品价格发挥重要作用

确实,流动性对资产和大宗商品价格起到了重要影响。一是在流动性充裕的条件下,不仅注入实体经济的资金通过拉动经济增长实现对资源和大宗商品需求的扩大,导致供需关系变动,进而影响商品价格,而且不可否认的是一定会有部分资金以各种形式进入大宗商品市场,因流动性过剩而导致商品价格上涨。二是在流动性充裕的条件下人们会不断增强通胀预期,而资产和大宗商品价格的上涨将进一步强化这一预期,从而提高对风险投资的偏好。从国际上看,2009年前11个月全球进入商品市场的资金达146亿美元,全球商品投资资金规模从年初的780亿美元左右上升到目前的1800亿美元,当年的商品ETFs增加150%。从国内看,随着资产价格的不断上涨,国内居民储蓄出现了第三次搬家,股市、期市资金和成交量不断创出新高,人们投资黄金的热情也前所未有地高涨。

笔者认为,2010年流动性应该不会出现大规模的流出或萎缩。前期注入金融系统的资金退出不仅说明金融市场进入相对安全的区域,而且也预示着资本市场杠杆化的重新提升能保证市场对流动性的需要。实体经济的投资规模得到保障,投资拉动会成为大宗商品价格上涨的一个重要因素而影响人们的投资热情。12月2日,日本宣布新的7万亿日元的经济刺激计划,并于当日向市场注入1万亿日元的流动性,预示着流动性依然会作为2010年大宗商品价格上涨的基础发挥重要的作用。

经济发展总体向好

2010年大宗商品价格的走势还要看世界经济复苏的情况。虽然流动性会保持相当规模,但不可能超出2009年的水平,而且市场都有一种心理预期,即宽松货币政策的“退出”。所以,在预测2010年大宗商品价格时,要把宏观基本面的因素放在首位。从目前市场的多数分析看,基本上对2010年中国和世界经济持乐观态度,但在乐观的同时,我们还应该考虑到影响“投资、外贸、消费”这三驾支撑中国经济发展的“马车”的一些制约因素。

贸易保护恶化外需环境

作为中国经济重要支柱的外贸出口,2009年是负增长。也就是说,拉动中国GDP增长的“三驾马车”中的重要一驾没有形成驱动力,由此造成的缺口是由投资增量来填补的。从目前的情况看,中国传统三大出口区域:美国、欧盟和日本,至少在可以预见的3年内不可能恢复到金融危机之前的水平。因为这些国家(特别是美国)由家庭信用杠杆引发的过度消费问题在危机后有了根本改善,杠杆率的降低和储蓄率的上升抑制了过度消费的需求,并形成了一种循环:消费需求降低—开工不足—失业率高企—经济复苏滞缓。为破解这一难题,保护国内生产,推动经济发展,2009年下半年起世界上出现了一股贸易保护主义思潮。贸易保护的核心是在国内内需不足的条件下通过限制外部产品来刺激国内生产,保持一定

的开工率,进而推动本国经济的发展。从这个角度理解不难发现,为什么现在各国都有不同形式的贸易保护,而且这种保护政策的对立面基本都是中国,因为中国是“世界的工厂”。

贸易保护是出口大国和进口大国之间的博弈,这种博弈严格来讲不利于全球经济的恢复,它限制了资源的有效配置和流动,对商品市场是利空的。

中国经济持续发展离不开外贸,在传统外贸区域受限的情况下,开发新的外贸领地就成了当务之急,比如非洲、中东欧等发展中国家,但这些地区的外贸规模无法和传统地区相比,而且开发需要时间,外贸产品的对象也会有很大变化。换句话说,在 2010 年中国经济发展中,大宗商品的外需(由基础原材料形成的外贸产品)可能会有较大幅度下降。尽管在统计数据上 2010 年外贸可能会有所增加(2009 年的基数低),但要恢复到金融危机之前的水平难度很大,由外贸下降形成的对 GDP 增长的拉动还需要通过投资和内需来解决。

美元长期弱势难改

美元指数直接关系到大宗商品价格,对于美元在 2010 年的走势,不少观点是将美联储是否加息作为一个衡量标准。的确,加息与否会对美元的强弱产生作用,但还要考虑另外一个问题:由贸易保护引发的美元强弱问题。贸易保护的一面是对内刺激生产,另一面是对外增加国内产品的出口,而这就是贸易保护在汇率政策上的体现。看看远的日本和美国的汇率战,近的欧盟和美国的汇率战,无不都是通过美元的贬值来提升美国出口产品的竞争力,最终推动美国经济拉开和竞争对手的差距。而现在,美国最大的竞争对手在逐步向中国转移,中国在 2011 年前后可能超过日本成为世界第二大经济体。贸易战始终是和汇率战捆绑在一起的,我们不能不考虑美国会继续沿用对日本、欧盟的策略。美国国内一直挥之不去的人民币升值的“呼声”,在金融危机之后人民币基本保持和美元相对稳定的水平已经给了我们某种答案。所以,不管美联储加息与否,美元长期弱势很难有根本性改变,只有当美国经济真正走出危机的阴霾,继续保持在世界经济发展中的绝对领先地位,美元才可能保持相对强势。在此之前,美元指数的上涨只能看作是一种调整 and 短期的政策需要。

美联储是否加息其实取决于美国整体的经济形势。美国经济好转,市场就会形成对美元升值和美国制造业好转的博弈。从近期美元反弹可以看出,美元走强但工业品如铜、铝等并没有走弱,问题就是美元是因为美国制造业数据的好转所带动的。因此,从正面意义上看,美联储加息可能是美国经济真正走向复苏的信号,对大宗商品市场并不完全是利空因素。

美元还会成为大宗商品价格走向的风向标,但随着人民币及世界其他主要货币在国际结算体系中作用的逐步增强,美元对大宗商品的影响力会逐渐下降,未

来分析大宗商品价格时对美元的影响作用要有修正。

投资规模不会大幅减少

2009 年,中国 GDP 增长“保 8”没有悬念。按多数人的观点,2010 年中国经济增长不会低于 9%,关键是推动 2009 年中国经济增长的投资、房地产等会否在 2010 年继续保持。笔者认为,2010 年的投资规模不会大幅减少,因为不少投资已经成为在建项目,而且这些项目中的大多是“铁、公、基”,对整个国民经济发展的基础作用大,此类投资或由此类投资带动的 GDP 增长是没有问题的。从房地产业看,虽然政策上面基本是利空的,但这只是对投机性住房的一种抑制,影响的可能是房地产业的中间端,对房地产业的两端:高端——豪华住宅和低端——经济适用房应该没有多大影响,因为现在的政策对豪宅价格的影响力较低,经济适用房是刚性需求,而且是政府主导。所以,2010 年中国房地产业可能是一种结构调整,房价不会有大的下降,高端豪宅甚至价格还会上涨。房地产业涉及经济发展链条中 40—50 个产业,对大宗商品特别是钢材、有色金属等有直接的引导作用,若判定 2010 年国内房地产业会继续保持 2009 年的发展态势,那么基本可以确定上述商品在 2010 年会有较好表现。

国内促消费政策依然保持

在谈及中国经济时,还需要关注一下消费问题。中央政府已经明确,2010 年要继续大力促进国内消费的发展。中国是一个农村人口占 70%以上的国家,农村消费是推动内需最大的潜力市场,解决“三农”问题也是近几年中央政府的头等大事,因此 2010 年农产品特别是受减产影响较大的品种会有比较好的上升空间。另外,汽车、家电等消费的刺激政策应该不会有大的调整,而且还会向城市扩散,尤其是汽车方面。如果政策调整对房地产业的影响主要是投机性(城市)需求的话,那么从需求产业链角度看,汽车在一定程度上能代替房地产成为拉动内需的主力,由此与汽车消费相关的大宗商品在 2010 年应该也会有较好的表现。

经济结构调整影响不大

2010 年中国经济发展重点是调整结构,不仅要调整过去因外需下降所形成的巨大产能空闲,即去产能化,而且还要改变中国工业“三高”特征,向低碳模式转换。由于目前国内受技术等方面条件的限制,这一转换可能比较慢。即便是属于去产能化的部分也要考虑到中国的基本国情——巨大的劳动力市场,不能因为去产能而加重已经不堪重负的就业市场压力,这种调整也是很缓慢的。总体来看,2010 年中国大宗商品(主要是工业品)价格还是要经受需求—产能—库存的影响。不过,可能会有一个使人心痛的“利好”因素存在,即国外对高能耗产业的限制会导致部分产品的市场供应不足(比如电解铝),从而对国内的生产形成一定刺激。

2009 年, 我们经历了由危机起伏引发的大宗商品价格的巨幅波动, 同样在经济复苏的预期下也看到了大宗商品价格走出了一轮像样的上升行情。2010 年, 我们依然期望经济不断走向复苏, 不过, 美国失业率一直在 10%左右, 中国就业形势更加严峻, 可能还会出现以欧盟国家为主的主权基金的信用危机, 这些都会不断加重人们对世界经济复苏的担忧, 大宗商品价格将在这种复苏和担忧的矛盾中前行。

2009 年, 大宗商品价格上涨的主要因素是流动性和经济复苏。2010 年流动性依旧, 经济复苏也是事实, 大宗商品价格整体上涨应该还是比较确定的。